

# 昆山创业控股集团有限公司

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：田 聪 [ctian@ccxi.com.cn](mailto:ctian@ccxi.com.cn)

项目组成员：张嘉远 [jy Zhang@ccxi.com.cn](mailto:jy Zhang@ccxi.com.cn)

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 07 月 22 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 3168 号

## 昆山创业控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 昆山创业 MTN001”和“19 昆山创业 MTN002”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年七月二十二日

**评级观点：**中诚信国际维持昆山创业控股集团有限公司（以下简称“昆山创控”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“19 昆山创业 MTN001”和“19 昆山创业 MTN002”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。中诚信国际肯定了持续增强的区域经济、地位重要，政府支持力度较大和燃气业务经营稳定等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到子公司昆山阳澄湖科技园有限公司（以下简称“阳澄湖科技园”）股权拟划出、类金融业务面临一定风险、其他应收款规模较大以及债务规模增长，短期偿债压力较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 概况数据

昆山创控（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	385.98	366.26	381.58	400.43
所有者权益合计（亿元）	165.18	167.72	172.20	170.05
总负债（亿元）	220.80	198.53	209.38	230.38
总债务（亿元）	78.23	70.43	86.57	109.11
营业总收入（亿元）	34.58	33.66	51.80	10.10
经营性业务利润（亿元）	2.28	2.25	6.02	0.20
净利润（亿元）	2.36	2.41	4.04	0.37
EBITDA（亿元）	11.33	11.23	13.47	2.68
经营活动净现金流（亿元）	31.80	16.08	11.68	-0.75
收现比(X)	1.26	1.16	1.07	1.23
营业毛利率(%)	32.59	31.52	39.38	22.79
应收类款项/总资产(%)	13.63	13.97	14.82	14.79
资产负债率(%)	57.21	54.21	54.87	57.53
总资本化比率(%)	32.14	29.57	33.45	39.09
总债务/EBITDA(X)	6.91	6.27	6.43	10.16*
EBITDA 利息倍数(X)	3.45	3.92	4.53	3.12

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际债务口径包含应付票据、以及其他应付款和其他流动负债中的有息债务；3、带\*号为年化数据。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

昆山创业控股集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	4.14	8
	收现比(X)*	1.14	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.79	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.06	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	172.20	8
	总资本化比率(X)	0.33	8
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	5	5
打分结果			a <sup>+</sup>
BCA			a <sup>+</sup>
支持评级调整			3
评级模型级别			AA <sup>+</sup>
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a <sup>+</sup> )的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由山信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

## 正面

■ **持续增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。**昆山市区位优势明显、交通便捷，城市综合竞争力连续多年位居全国百强县首位。2021 年，昆山市实现地区生产总值 4,748.06 亿元，增速为 7.8%，持续增强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

■ **地位重要，能够得到政府大力支持。**跟踪期内，公司作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，区域地位重要，在资金注入和政府补助等方面得到昆山市政府的大力支持，截至 2021 年末，财政未授权资金余额为 40.16 亿元（未授权资金为昆山市国资办拨入的项目资本金，后续公司将根据实际授权情况转入资本公积），较上年末增加 5.40 亿元，同年获得政府补助 0.95 亿元。

■ **燃气业务经营稳定。**受益于昆山市经济的快速发展，公司天然气业务稳定发展，为公司带来较为稳定的收入和现金流。

## 关注

■ **公司拟划转阳澄湖科技园股权，需持续关注股权划转进展及该事项对公司的影响。**2022 年 4 月，公司公告，根据国资办文件，拟将公司全资子公司阳澄湖科技园 50.01% 股权（不包括杜克大学一期资产）无偿划出，同时将昆山市水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）100.00% 股权授权至公司。截至本报告出具日，上述事项尚未完成工商变更，需持续关注本次股权划转进展及该事项对公司生产经营及财务的影响。

■ **类金融业务面临一定风险。**公司担保业务代偿风险、创投项目投资风险和小贷业务坏账风险值得关注。

■ **其他应收款规模较大，需关注相关款项的回收情况。**截至 2021 年末，公司其他应收款 29.77 亿元，占总资产的比重为 7.80%，其中应收昆山市国信典当有限责任公司（以下简称“国信典当”）4.42 亿元，已经计提坏账准备 3.14 亿元，需关注其回收情况。

■ **债务规模增长，短期偿债压力较大。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务 109.11 亿元，其中短期债务占比 77.66%，短期偿债压力较大。

## 评级展望

中诚信国际认为，昆山创业控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**地方经济环境大幅恶化；公司地位下降，股东及各方支持意愿大幅减弱等；公司盈利水平大幅下滑；重要子公司股权划出或其财务指标出现明显恶化等；再融资环境恶化，导致流动性紧张等。

**评级历史关键信息**

昆山创业控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 昆山创业 MTN002 (AA+) 19 昆山创业 MTN001 (AA+)	2021/06/18	王璐、田聪	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	19 昆山创业 MTN002 (AA+)	2019/08/20	晏逸鸣、陶雨	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	19 昆山创业 MTN001 (AA+)	2019/08/20	晏逸鸣、陶雨	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2021 年昆山市主要平台企业指标对比表 (亿元、%)							
公司名称	总资产	所有者权益	资产负债率	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
昆山城市建设投资发展集团有限公司	475.22	159.71	66.39	250.80	23.46	1.50	-13.66
昆山交通发展控股集团有限公司	400.92	182.73	54.42	111.72	33.11	1.46	8.88
昆山高新集团有限公司	369.92	157.99	57.29	205.79	10.71	1.12	3.23
昆山创业控股集团有限公司	381.59	172.20	54.87	86.57	51.80	4.04	11.68

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 昆山创业 MTN001	AA+	AA+	2021/06/18	8.00	8.00	2019/08/26~2022/08/26	-
19 昆山创业 MTN002	AA+	AA+	2021/06/18	12.00	12.00	2019/08/27~2022/08/27	-

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济:**2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

**宏观政策:**2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及

流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观风险:**2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观展望:**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

**中诚信国际认为**，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政



策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

### 昆山市区位优势明显，经济和财政实力较强，连续多年居于中国综合实力百强县之首

昆山市地处江苏省东南部，上海与苏州之间，北至东北与常熟、太仓两市相连，南至东南与上海嘉定、青浦两区接壤，西与吴江、苏州交界，1989年9月28日撤县设市。昆山市总面积931平方公里，常住人口165.87万，下辖3个国家级开发区（经济技术开发区、国家级综合保税区、国家级高新技术产业开发区）、2个省级开发区（花桥经济开发区、旅游度假区）和8个镇。

昆山市国际化程度高、创新能力强，依托上海和苏州地区、对接长三角和台湾地区，是以高新技术产业为核心的工商业现代化城市，拥有软件服务外包、高端装备制造、生物和新医药、智能电网和物联网、新型平板显示、新材料等重要支柱产业。

2021年，昆山市实现地区生产总值4,748.06亿元，较2020年增长7.8%，在全国GDP百强县排名第一。2021年昆山市三产增速分别为0.6%、9.7%和5.9%，三次产业比重为0.7:51.8:47.5。固定资产投资方面，当年昆山市固定资产投资为747.50亿元，比上年增长0.6%，其中，工业投资230.62亿元，增长4.8%；房地产开发投资340.84亿元，下降3.2%。

工业方面，2021年，昆山市规上工业总产值首次突破万亿元，达10,284.48亿元，较上年增长12.8%。高新技术产业产值5,115.23亿元，增长16.3%，占规上工业总产值比重达49.7%；战略性新兴产业产值5,496.20亿元，增长9.2%，占规上工业总产值比重达53.4%。年末拥有1个千亿级IT（通信设备、计算机及其他电子设备）产业集群和12个

百亿级产业集群。

2022年一季度，昆山市实现地区生产总值1,004.63亿元，同比增长5.0%，其中三产增速分别为1.1%、5.0%和5.0%。一季度完成规上工业总产值2,515.19亿元，同比增长8.9%，先进制造业增势良好，战略性新兴产业产值增长20.2%，拉动规上工业产值增长10.0个百分点；投资增速回升，当期固定资产投资增长17.5%，居苏州各市（区）首位。

得益于经济持续快速发展，2021年，昆山市一般公共预算收入为466.88亿元，其中税收收入为411.48亿元，占比达88.13%，昆山市一般公共预算收入具有较强稳定性并且能够随着经济的逐步增长而增长的特征。同期，昆山市政府性基金收入为254.26亿元，主要来自国有土地使用权出让收入。2022年一季度，昆山市完成一般公共预算收入136.39亿元，增长5.1%，其中税收收入121.78亿元，占比为89.3%。

财政支出方面，2021年，昆山市一般公共预算支出为410.51亿元，同期财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为113.73%，财政平衡情况较好。

截至2021年末，昆山市地方政府债务余额为221.07亿元，其中一般债务余额99.47亿元，专项债务余额为121.59亿元。

表1：2019-2021年昆山市财政收支主要指标（亿元）

项目名称	2019	2020	2021
一般公共预算收入	407.31	428.00	466.88
其中：税收收入	369.01	373.03	411.48
非税收入	38.30	54.97	55.40
一般公共预算支出	342.41	387.57	410.51
政府性基金收入	130.21	196.83	254.26
其中：国有土地使用权出让收入	116.70	177.25	233.23
政府性基金支出	147.69	264.82	260.60
财政平衡率(%)	118.95	110.43	113.73

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：昆山市决算及预算报告，中诚信国际整理

总体来看，昆山市区域经济优越，财政实力较强，一般公共预算收入主要来自税收收入，结构合理。昆山市持续增长的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境。

## 跟踪期内，公司股权结构稳定，需关注子公司股权划入及划出情况；内部治理未发生较大变化

2021年6月，经江苏省昆山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“昆山市国资办”）批准，公司将1.99亿元资本公积转增实收资本，截至2022年3月末，公司注册资本和实收资本均为17.86亿元，昆山市国资办仍为公司唯一股东和实际控制人。此外，2022年4月，根据《昆山创业控股集团有限公司关于资产划转的公告》，昆山市国资办拟将公司全资子公司阳澄湖科技园50.01%股权（不包括杜克大学一期资产）无偿划出，同时将水务集团100.00%股权授权至公司。截至本报告出具日，上述事项尚未完成工商变更，中诚信国际将持续关注上述股权划转情况。

跟踪期内，公司的治理结构和内部控制制度未发生较大变动，治理架构和内控制度仍较为完善。

## 跟踪期内，公司主营业务稳步发展，天然气、自来水业务仍保持区域垄断优势，房地产项目集中交付，营业收入大幅增长

2021年公司实现营业收入51.80亿元，同比增长53.89%，主要系当年公司房地产项目人才专墅集中交付。具体来看，得益于疫情的有效控制和天然气用户数和销气量的提升，2021年天然气销售业务收入同比增长16.49%至17.24亿元；水务板块运营稳定，当年自来水销售、工程结算和污水处理业务收入分别为6.02亿元、6.52亿元和0.80亿元，仍为公司主要收入来源。安装费为燃气及自来水安装费等，2021年为2.30亿元，同比增长36.09%，主要系燃气新增接驳用户数稳定增长。公司金融板块包括租赁、小贷、担保等业务，其中租赁包括物业出租和融资租赁等，2021年租赁收入2.62亿元，同比增长16.96%，主要系融资租赁业务的发展和租赁业务出租率的提升。受项目销售和交付进度影响，房产销售收入波动较大，2021年房产销售收入13.41亿元，系当年人才专墅项目集中交付确认收入。2022年1~3月，公司实现营业总收入10.10亿

元，主要来自燃气和水务板块。

表2：近年公司主要板块收入结构（亿元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
天然气销售	15.61	14.80	17.24	5.15
自来水销售	5.65	5.56	6.02	1.31
房产销售	0.35	0.47	13.41	0.00
安装费	3.25	1.69	2.30	0.38
工程结算	4.20	5.38	6.52	1.71
租赁	1.88	2.24	2.62	0.65
担保	0.13	0.15	0.17	0.01
物业管理	0.59	0.25	0.24	0.05
污水处理	0.69	0.77	0.80	0.19
管输费	0.11	0.11	0.06	0.00
利息收入	1.35	0.69	0.92	0.28
酒店	0.24	0.19	0.16	0.01
其他	0.54	1.35	1.34	0.37
<b>合计</b>	<b>34.58</b>	<b>33.66</b>	<b>51.80</b>	<b>10.10</b>

注：其他收入主要包括拍卖、水电费、液化气充装销售、材料销售、二次增压维护管理费等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 燃气业务系公司支柱产业，保持了区域垄断优势，为公司最主要的收入来源

燃气业务为公司的核心业务板块，2021年7月，公司成立全资子公司昆山燃气有限公司（以下简称“燃气公司”），并将公司燃气业务运营主体昆山利通天然气有限公司（以下简称“利通公司”，持股比例51.00%）和昆山华润城市燃气有限公司（以下简称“华润燃气”，持股比例50.10%）股权划入燃气公司。

利通公司主要负责昆山市主城区以外的天然气供应，也是华润燃气主要上游供气公司。截至2021年末，利通公司中低压管道2,525.27公里，较上年末增加172.20公里；同期末，利通公司供气用户数51.20万户，较上年末增加1.25万户。得益于供气用户数的稳定增长以及疫情的控制，2021年天然气供应量和销售量均有所提升。

表3：近年利通公司运营情况（亿元、亿立方米、公里、万户）

利通公司	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	14.28	13.81	16.21	4.21
利润总额	2.15	1.86	1.61	0.37
天然气供应量	4.73	4.50	4.98	1.19
天然气销售量	4.73	4.50	4.98	1.19
中低压管道	2,311.50	2,353.07	2,525.27	2,533.41



用户总数	47.32	49.95	51.20	51.38
------	-------	-------	-------	-------

注：利通公司营业总收入包括对华润燃气的销售收入以及管网建设收入等；天然气供应量为利通公司与中国石油天然气股份有限公司签订的采购合同的供气量。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

华润燃气负责昆山市区天然气供应。截至 2021 年末，华润燃气用户总数为 23.60 万户，中低压管道 1,341 公里，分别较上年末增加 1.20 万户和 19 公里，当年天然气供应量和销售量有所增长。整体来看，华润燃气业务运营较为平稳。

**表 4：近年华润燃气运营情况（亿元、亿立方米、公里、万户）**

华润燃气	2019	2020	2021	2022.3
营业总收入	4.09	3.61	4.74	1.31
利润总额	0.59	0.61	0.69	0.04
天然气供应量	1.17	1.17	1.27	0.43
天然气销售量	1.14	1.14	1.25	0.39
中低压管道	1,276	1,322	1,341	1,323
用户总数	21.50	22.40	23.60	22.51

注：华润燃气营业总收入包括天然气收入及管网建设等；供应量为华润燃气每年根据现实需求情况进行的公开市场采购。

资料来源：公司提供

天然气价格方面，根据昆山市物价局发布的《关于疏导昆山市居民生活用管道天然气价格的通知》及昆山市发展和改革委员会发布的《关于下调昆山市管道天然气销售价格的通知》，2019 年 4 月 1 日起，居民生活用气三档价格分别为 2.72 元/立方米、3.12 元/立方米、3.80 元/立方米，非居民用管道天然气销售价格为 2.895 元/立方米。自 2020 年 5 月 20 日开始，非居民用气价格执行 2.865 元/立方米。跟踪期内，昆山市居民生活用气价格保持稳定，2021 年 4 月，非居民用气价格调整为 2.863 元/立方米。

气源供应方面，利通公司与中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）签订了供气合同（2003~2023 年），目前合同年供气量为 4.5 亿立方米。此外，2020 年，利通公司与江苏省天然气总公司签订川气东送合约（2020~2040 年），第一个交付年度合同量为交付日起 5 万方/日，此后每年合同量为 3 亿方/年。

华润燃气与利通公司签署《供气协议》（2006~2023 年），合同年供气量 0.40 亿立方米；

与中石油签署《供气协议》（2011~2023 年），合同年供气量 0.20 亿立方米。此外，华润燃气与江苏省天然气总公司签订每年 1 亿立方米的川气东送意向性合约（2020~2040 年），正式合同于 2020 年 5 月签订完成，6 月开始供气。在备用气源方面，华润燃气积极建设液化天然气储备站，在用气高峰和事故应急时作为备用气源。截至 2022 年 3 月末，华润燃气已完工的加气站有 3 座，已投入使用的储气罐 6 座，总储气量 48 万立方米。

总体来看，公司燃气业务具有区域垄断性，跟踪期内，燃气业务经营良好，气源供应稳定，供气量和销气量均有所增长，为公司提供稳定的收入和现金流。

### 跟踪期内，水务业务经营稳定，为公司提供稳定收入和现金流；水务集团拟划入公司，水务板块稳定性和可持续性增强

水务业务是公司最主要的业务之一，由自来水销售、自来水工程、污水处理业务等子板块构成，主要由子公司昆山市自来水集团有限公司（以下简称“自来水集团”，截至 2022 年 3 月末，公司持股比例为 42.70%，为第一大股东，水务集团持有其 40.46% 股权）经营。

近年受益于合并开发区水务公司以及成立多家乡镇供水公司，自来水集团实现昆山市区及所有镇区、开发区供水业务全覆盖，截至 2022 年 3 月末，自来水集团日制水能力达到 150 万吨，维持稳定，平均日供水量达 81.47 万吨，较 2020 年末下降 6.72 万吨。用户数量方面，2021 年居民供水、工业供水和行政事业供水户数有所增长，商业供水、特种供水和乡镇供水户数略有下降，全年供水总量和售水总量分别为 3.39 亿吨和 2.98 亿吨，分别同比增长 4.95% 和 6.43%。水价方面，自 2019 年以来，自来水水价保持稳定。

**表 5：截至 2022 年 3 月末自来水集团各水厂产能**

水厂名称	日制水能力（万吨）	平均日供水量（万吨）
泾河水厂	60	29.86
第三水厂	60	31.95
第四水厂	30	19.66

合计	150	81.47
----	-----	-------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 6：近年自来水水价及用户数量（户、元/立方米）**

	2020 年用 户量	2021 年 用户量	2022.3 用 户量	2022.3 水价
居民供水	353,256	362,738	365,340	2.91
工业供水	6,830	7,003	6,401	4.11
行政事业供水	6,491	6,887	6,894	3.16
商业供水	27,284	27,091	27,084	4.11
特种供水	877	845	879	5.86
乡镇供水	138	131	131	1.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理方面，公司主要承担昆山市铁南片区污水收集、处理的运营及管理工作，目前服务范围共计 4.3 平方公里，日处理能力为 3 万吨。业务模式上，昆山市污水处理费包含在自来水水费中，由自来水公司代收后上缴财政，再由财政按协议价格支付给污水处理厂。2021 年，公司实现污水处理收入 0.80 亿元，同比增长 2.83%。

自来水工程业务方面，运营主体仍为昆山琨澄排水工程有限公司（系自来水集团子公司）负责，具体业务包括水网接入、设备安装和管网维护等，为配合昆山城市建设的加速推进，昆山市自来水管网铺设工作范围逐渐拓展，公司项目以昆山新建住宅小区、市政工程管网建设等为主，2021 年实现工程结算收入 6.52 亿元，同比增长 21.21%。

2016 年昆山市水价上涨后，昆山市政府取消水价差价补贴，仅通过财政贴息来弥补公司供水工程建设借款利息，近年财政贴息规模逐年减少，2021 年为 0.42 亿元。

**表 7：近年自来水财政补贴情况**

年度	财政贴息（亿元）
2019	0.57
2020	0.47
2021	0.42

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年 7 月，公司发布《昆山创业控股集团有限公司关于拟进行资产转让的重大事项公告》，拟将所持有的自来水集团 42.70% 的股权通过有偿方式转让给水务集团；但由于债券持有人会议表决结果未通过，公司暂停将自来水集团股权转出。2022

年 4 月，公司发布《昆山创业控股集团有限公司关于资产划转的公告》，根据昆山市国资办出具的《关于将水务集团股权授权至创控集团的通知》，水务集团 100.00% 股权授权至公司。本次划转事项完成后，将避免自来水集团划出对公司的潜在不利影响。截至 2022 年 6 月末，上述股权划转事项尚未完成工商变更。

总体来看，公司自来水业务运营稳定，为公司带来了稳定的收入和现金流；随着水务集团的划入，公司水务板块稳定性和可持续性增强，需关注水务集团股权划转以及该事项对公司业务和财务的影响。

### **跟踪期内，得益于人才专墅项目集中交付，房产销售收入大幅增长；在建及拟建项目主要为工业地产项目，需关注项目资金平衡情况**

公司的商业地产业务主要由阳澄湖科技园、昆山市创业投资有限公司（以下简称“创投公司”）和昆山铨工场投资管理有限公司（以下简称“铨工场投资”）负责运营。

公司主要已完工商业地产项目为人才公寓项目和财富广场项目，其中人才专墅项目由阳澄湖科技园负责立项并建设，项目总投资 16.61 亿元，可供出售面积 20.82 万平方米，已全部销售完毕，累计销售收入 28.24 亿元。财富广场项目由创投公司负责开发，建成后将作为科技创投企业的聚集地，将部分销售、部分出租及自用，该项目总投资 13.00 亿元，总建筑面积 17.28 万平方米，于 2018 年下半年开始对外销售，截至 2022 年 3 月末，财富广场可供出售面积 4.76 万平方米，已销售面积 0.63 万平方米，累计实现销售收入 0.77 亿元，根据公司规划，未来不再对外出售，转为公司自持自用，2021 年公司已将可售面积 4.04 万平方米办理为自有产权证，另有 0.09 万平方米为物业用房。2021 年，公司实现房产销售收入 13.41 亿元，系人才专墅项目于当年集中交付确认收入。

2019 年公司成立子公司铨工场投资，主要负责科创载体的开发建设和投资，目前主要在建项目为

铱工场（周市）科创产业园和铱工厂（千灯）数字经济产业园科创产业用房项目，未来拟通过出租或出售实现资金平衡。截至 2022 年 3 月末，上述项目项目计划总投资 11.80 亿元，已投资 3.56 亿元；同期末，铱工场拟建项目为铱工场（淀山湖）新一代信息技术科创园项目，计划总投资 7.70 亿元。

总体来看，公司已完工房地产项目已销售完毕，在建和拟建地产项目主要为工业地产项目，投资规模较大，需关注后续资金平衡情况。

### **公司代建项目具有准公益性，资金来源主要为财政拨款，投资压力尚可；阳澄湖科技园拟划出公司，需关注该事项对公司业务的影响**

公司项目建设业务主要由本部和阳澄湖科技园公司负责，业务模式有政府代建和自建两种，其中代建类主要系准公益性项目，由政府拨款，如阳澄湖中小学、杜克培训中心、杜克大学二期、杜克大学周边景观提升等，自建项目主要为工研院项目。

阳澄湖科技园主要负责工研院、阳澄湖中小学和杜克培训中心等项目的建设及开发。已完工项目方面，工研院是阳澄湖科技园自筹自建项目，昆山市工业技术研究院为满足其综合配套规划进行的重点建设项目，该项目总投资 6.04 亿元，可出租面积 12.20 万平方米，截至 2021 年末已出租面积 9.75 万平方米，当年阳澄湖科技园实现租金收入 0.38 亿元。阳澄湖中小学项目为政府代建项目，截至 2022 年 3 月末，该项目已完工，计划总投资 4.00 亿元，实际完成投资 3.58 亿元，资金来源为财政拨款，待竣工决算后将移交政府。杜克大学项目由昆山市政府负责投资建设，项目建成后作为公司资产，该项目计划总投资 13.34 亿元，建设周期 2011 年~2019 年，建筑面积 6.98 万平方米，实际已投资 11.84 亿元，昆山市财政已拨付 11.91 亿元。在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，阳澄湖科技园在建项目为工研院四期和实验小学西侧地块，计划总投资 23.95 亿元，已投资 2.83 亿元。根据公司公告及相关文件，阳澄湖科技园 50.01% 股权拟将无偿划转至昆山高

新集团有限公司，但根据昆山市国资办出具的《关于将阳科园公司持有的杜克大学一期资产无偿划转至创控集团的通知》，阳澄湖科技园股权划出后，杜克大学一期的资产将从阳澄湖科技园剥离划拨至公司。

公司本部在建项目主要为杜克大学二期项目和杜克大学周边景观提升工程，为代建项目，资金来源为财政拨款。截至 2022 年 3 月末，昆山杜克大学二期项目计划总投资 20.00 亿元，已投资 15.20 亿元，财政已拨款 9.31 亿元；昆山杜克大学周边景观提升工程计划总投资 1.72 亿元，已投资 0.38 亿元，财政已拨款 0.42 亿元。

总体来看，公司代建项目具有准公益性，在建项目资金来源主要为财政拨款，资金支出压力尚可；阳澄湖科技园拟划出公司，需关注该板块业务持续性情况。

### **公司积极发展类金融业务，但担保和小贷业务面临一定代偿和回收风险，需关注公司金融业务风险管控情况**

公司积极发展金融业务，主要涉及担保、再担保、股权投资、贷款和租赁等业务，业态较为丰富，对公司收入形成补充。

#### **担保业务**

担保业务主要由子公司昆山市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”）和昆山市信用再担保有限公司（以下简称“信用再担保”，公司持股 50.00%，为第一大股东）运营，2021 年和 2022 年一季度，担保业务收入分别为 0.17 亿元和 0.01 亿元，近年来收入稳定增长。

创业担保系一家专门为企业及个人提供信用担保的企业，2021 年，该公司新增担保金额为 8.43 亿元，收入为 0.07 亿元。截至 2022 年 3 月末，创业担保完成担保业务 3,729 笔，金额 217.58 亿元；在保企业 162 家，在保余额 10.94 亿元；公司担保期限大多在 12 个月内。反担保措施方面，主要为资产担保、第三方担保和存货设备质押。代偿方面，



截至 2022 年 3 月末, 创业担保累计代偿金额为 6.83 亿元, 已收回 4.80 亿元, 已计提担保赔偿准备 1.16 亿元, 担保代偿及追偿情况值得关注。

信用再担保主要经营融资性再担保业务, 主要合作对象为昆山市农业担保有限公司和昆山市创业融资担保有限公司, 担保费率为 0.04%。2021 年信用再担保新增再担保业务 20.00 亿元; 截至 2022 年 3 月末, 信用再担保在保余额 7.38 亿元, 在保责任余额 1.48 亿元, 目前尚无代偿情况发生。

## 股权投资

公司股权投资业务主要由昆山市国科创业投资有限公司(以下简称“国科创投”)负责, 国科创投主要投资于精密仪器制造、新材料、生物医药等高新技术企业的初创期, 2021 年以来, 公司主要新增投资项目有昆山海艺企业管理有限公司、江苏邦融微电子有限公司和联仕(昆山)化学材料有限公司等, 截至 2022 年 3 月末, 国科创投已累计投资 49 个项目, 投资额达到 9.14 亿元, 已有 9 个项目成功退出, 累计实现收益 0.65 亿元。此外, 基金投资与管理方面, 截至 2022 年 3 月末, 公司参与设立基金累计 15 支, 规模 261.61 亿元; 管理基金共 3 支, 管理规模 215.10 亿元, 其中 2021 年 11 月, 昆山市组建昆山市产业发展投资母基金, 总规模 100.00 亿元, 存续期 10 年, 首期规模 20.00 亿元, 由国科创投担任基金管理人, 将围绕产业链上下游, 设立专注于光电显示、高端制造、生物医药、新能源、新材料等产业子基金, 重点投向昆山市主导产业、新兴产业等领域。

2021 年末, 公司长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产分别为 10.17 亿元、29.77 亿元和 10.68 亿元。其中其他权益工具投资主要为公司持有的上市公司股权, 包括江苏飞力达国际物流股份有限公司 3.01 亿元、东吴证券股份有限公司 6.69 亿元、江苏四环生物股份有限公司 2.76 亿元和江苏银行股份有限公司 1.72 亿元等。2021 年公司实现投资收益 1.11 亿元, 来自其他权益工具投资和其他非流动金融资产持有期间取得的股利收

入, 可对公司利润形成一定补充, 但公司股权投资项目较多, 需关注相关退出风险和投资风险。

## 小贷业务

公司贷款业务主要由昆山市创业科技小额贷款有限公司(以下简称“科技小贷”)负责, 截至 2022 年 3 月末, 公司贷款余额 5.57 亿元, 已计提减值准备 2.67 亿元, 账面价值为 2.91 亿元, 其中可疑类贷款和损失类贷款账面余额分别为 540.00 万元和 25,451.21 万元, 小贷业务主要客户为中小企业及个人, 客户资质相对较差, 需关注相关贷款回收情况。

表 8: 2022 年 3 月末公司发放贷款及垫款情况(万元)

项目	账面余额	减值准备	账面价值
正常类贷款	24,997.00	0.00	24,997.00
关注类贷款	1,600.00	32.00	1,568.00
次级类贷款	2,600.00	650.00	1,950.00
可疑类贷款	1,080.00	540.00	540.00
损失类贷款	25,451.21	25,451.21	0.00
合计	55,728.21	26,673.21	29,055.00

资料来源: 财务报表, 中诚信国际整理

## 租赁业务

公司租赁业务主要由全资子公司江苏宝涵租赁有限公司(以下简称“宝涵租赁”)负责, 宝涵租赁主要从事融资租赁业务, 2021 年和 2022 年一季度, 公司分别新增业务 20 笔和 6 笔, 投放金额分别为 9.10 亿元和 4.45 亿元。截至 2022 年 3 月末累计已投放融资租赁款 43.56 亿元, 期末租赁余额 27.52 亿元, 主要客户为中科可控信息产业有限公司(以下简称“中科可控”)和昆山国显光电有限公司(以下简称“国显光电”), 中科可控期限相对较长, 以 8 年期为主, 国显光电期限以 3 年期及以下为主; 前五大融资租赁客户占当期末租赁余额的 63.26%, 客户集中度较高。截至 2022 年 3 月末, 公司融资租赁业务无逾期情况发生。随着投放规模的增加以及物业租赁出租的提升, 带动 2021 年租赁收入(含物业出租和融资租赁)同比增长 17.25% 至 2.62 亿元。

综上, 公司积极发展金融业务, 经营业态较为丰富, 但同时公司担保、创投、小贷等业务均面临一定的风险和挑战, 中诚信国际将持续关注公司对

金融业务风险的管控情况。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表（期末数），各期财务报表均采用新会计准则编制。

**跟踪期内，得益于房产销售集中确认收入，当期营业毛利率增幅较大，但期间费用仍处于较高水平，对公司经营性业务利润造成一定侵蚀，关注投资收益规模波动，以及资产和信用减值情况**

公司收入主要来自天然气销售、自来水销售、房产销售和类金融板块等业务。2021 年公司各业务板块整体运营较平稳，同时人才专墅项目集中交付，全年实现收入 51.80 亿元，同比增长 53.89%。2022 年一季度，公司实现收入 10.10 亿元。

毛利率方面，2021 年公司营业毛利率为 39.38%，同比增长 7.86 个百分点，主要系毛利率较高的房产销售板块拉升整体营业毛利率。天然气和自来水销售业务稳定运营，受人工、材料和价格等成本影响，毛利率呈波动态势，2021 年分别为 20.15% 和 37.57%；由于 2021 年光电雨污水管网资产转让，计入成本的折旧减少，污水处理业务毛利率亏损情况有所改善；同期，房产销售业务毛利率为 61.71%，主要系当年确认收入的人才专墅项目均为商品房；担保业务、租赁、管输费和利息收入等业务仍保持较高毛利率。2022 年一季度，公司营业毛利率为 22.79%，受冬季气源成本上升影响，天然气销售业务毛利率较低；自来水业务管道折旧和维修费计入成本，待年报审计统一调整至销售费用，故一季度毛利率与年度毛利率存在较大差异。

表 9：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021	2022.1~3
天然气销售	23.63	26.88	20.15	13.14
自来水销售	36.06	34.83	37.57	7.77
房产销售	7.60	13.83	61.71	-
安装费	48.21	21.32	64.73	37.34

工程结算	15.17	22.31	19.92	21.10
租赁	66.83	65.21	66.07	72.54
担保	100.00	100.00	77.15	62.64
物业管理	68.26	39.28	23.26	21.73
污水处理	-48.96	-22.65	-8.80	3.91
管输费	100.00	100.00	100.00	100.00
利息收入	100.00	100.00	99.99	100.00
酒店	46.63	53.69	44.70	28.14
<b>营业毛利率</b>	<b>32.59</b>	<b>31.52</b>	<b>39.38</b>	<b>22.79</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，2021 年公司期间费用合计为 12.11 亿元，同比增长 26.94%，其中销售费用主要由水务和天然气的管网折旧费用、营销人员工资和房地产项目销售佣金构成，2021 年公司人才专墅交付确认收入，同时确认相应的销售费用；管理费用（含研发费用）主要为工资、折旧和无形资产摊销等；财务费用主要为利息支出，得益于利息收入增长，2021 年财务费用有所下滑。当年公司期间费用占收入比重为 23.37%，受当年营业收入大幅增长影响，期间费用率较 2020 年下滑 4.98 个百分点，但仍对经营性业务利润造成一定侵蚀。2022 年一季度，公司期间费用合计 2.14 亿元，期间费用收入占比为 21.14%。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	3.36	3.52	5.40	0.53
管理费用	4.25	3.94	4.80	0.93
财务费用	2.16	2.09	1.90	0.68
期间费用合计	9.77	9.54	12.11	2.14
期间费用率(%)	28.24	28.35	23.37	21.14
经营性业务利润	2.28	2.25	6.02	0.20
其中：其他收益	1.15	1.49	0.92	0.14
资产减值损失	-1.33	-1.70	-0.01	-
信用减值损失	-	-	-2.34	-0.06
投资收益	1.90	2.86	1.11	0.43
利润总额	3.14	3.53	5.63	0.60

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。得益于公司营业收入大幅增长，2021 年经营性业务利润增幅较大；同期，公司发生信用减值损失 2.34 亿元，主要为其他应收款计提坏账损失 2.38 亿元，系公司当期对国信典当（2022 年 6 月更名为昆山市国信鉴定评估有限公司）计提的坏账损



失；此外，公司每年均可获得一定规模的投资收益，2021 年为 1.11 亿元，主要来自其他权益工具投资和其他非流动金融资产持有期间取得的股利收入。2022 年一季度，公司实现利润总额 0.60 亿元，其中经营性业务利润 0.20 亿元。

### 跟踪期内，公司总资产和所有者权益稳定增长，存货及其他应收款对资金占用仍较严重，资产流动性较弱；公司债务规模增长较快，且短期偿债压力较大

截至 2021 年末，公司总资产和总负债分别为 381.58 亿元和 209.38 亿元，分别同比增长 4.18% 和 5.47%。所有者权益方面，跟踪期内，公司资本公积转增实收资本 1.99 亿元，2021 年末实收资本增至 17.86 亿元；受子公司昆山周庄太师淀旅游风景区发展有限公司无偿划出和转增实收资本影响，2021 年末公司资本公积降至 117.31 亿元；受营业收入大幅增长、实施新会计准则和减持江苏飞力达国际物流股份有限公司和江苏银行股份有限公司股票等影响，2021 年末公司未分配利润同比增长 36.41% 至 16.12 亿元。2022 年一季度，受公司持有的上市公司股票市值波动影响，其他综合收益下滑，当期末所有者权益较 2021 年末减少 2.15 亿元至 170.05 亿元。

表 11：近年来总资产、总负债、所有者权益及财务杠杆水平情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
<b>总资产</b>	<b>385.98</b>	<b>366.26</b>	<b>381.58</b>	<b>400.43</b>
<b>总负债</b>	<b>220.80</b>	<b>198.53</b>	<b>209.38</b>	<b>230.38</b>
<b>所有者权益</b>	<b>165.18</b>	<b>167.72</b>	<b>172.20</b>	<b>170.05</b>
实收资本	15.87	15.87	17.86	17.86
资本公积	119.70	121.90	117.31	117.31
未分配利润	11.80	11.81	16.12	16.31
少数股东权益	12.51	11.90	13.62	13.28
资产负债率	57.21	54.21	54.87	57.53
总资本化比率	32.14	29.57	33.45	39.09

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，受债务规模增长，2021 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.87% 和 33.45%，较上年末分别增长 0.66 个百分点和 3.88 个百分点。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率

和总资本化比例分别为 57.53% 和 39.09%，较 2021 年末增长 2.66 个百分点和 5.64 个百分点。

资产结构方面，2021 年末公司流动资产规模为 170.46 亿元，占总资产的比重为 44.67%，主要由货币资金、其他应收款和存货构成。货币资金主要为银行存款，其中因按揭贷款保证金受限的货币资金为 673.78 万元。2021 年末公司存货 73.25 亿元，主要由开发成本和合同履约成本构成，同比下降 11.32%，主要系人才专墅项目的结转和财富广场转入固定资产所致；当期末开发成本 63.73 亿元，均为公司授权按经营土地成本，未缴纳土地出让金，用途主要为住宅和商业用地。公司其他应收款主要为对昆山市内国企和政府单位等的往来款，截至 2021 年末账面余额为 29.77 亿元，计提坏账准备 3.55 亿元，其中因典当业务发生风险，公司于 2017 年 11 月 8 日公司将国信典当 60% 的股权协议转让给昆山市煤气公司，转让价款 1.90 亿元，款项尚未收到；截至 2021 年末其他应收款中应收国信典当 4.42 亿元，较上年末减少 0.20 亿元，账龄较长，已经计提坏账准备 3.14 亿元，需关注其回收情况。2022 年 3 月末公司流动资产为 184.88 亿元，较 2021 年末增长 8.46%，系一季度公司对外融资规模较大，货币资金增幅较大。

表 12：2021 年末公司其他应收款前五名（亿元、%）

单位名称	性质	期末余额	占比
昆山高新集团有限公司	往来款	5.00	15.04
昆山市国信典当有限责任公司	往来款	4.42	13.30
昆山市巴城镇人民政府	往来款	4.14	12.47
昆山市联合水质净化有限公司	管网款	3.33	10.02
昆山周庄太师淀旅游风景区发展有限公司	往来款	2.70	8.11
<b>合计</b>		<b>19.59</b>	<b>58.94</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末公司非流动资产规模为 211.13 亿元，主要由其他权益工具投资、长期应收款、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产构成。其他权益工具投资主要为公司持有的上市公司股权和投资业务所投股权项目。长期应收款主要为应收融资租赁款，随着公司融资租赁业务的拓展，

2021 年末长期应收款同比增长 12.63%至 25.05 亿元。投资性房地产主要为公司所持对外租赁资产，受折旧及摊销影响当年规模有所下滑。固定资产主要由厂房、设备和自用房地产项目构成，2021 年末同比减少 4.15%。在建工程主要为准公益性项目、供水管道和天然气管网等项目投入，随着项目持续投入，在建工程规模逐年增长。2022 年 3 月末公司非流动资产为 215.55 亿元，较上年末小幅增长。

**表 13：近年来公司主要资产情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	62.39	59.43	57.83	70.86
其他应收款	26.85	24.56	29.77	29.66
存货	103.51	82.60	73.25	74.02
<b>流动资产</b>	<b>203.59</b>	<b>182.28</b>	<b>170.46</b>	<b>184.88</b>
可供出售金融资产	33.22	36.51	-	-
其他权益工具投资	--	--	29.77	27.79
长期应收款	21.16	22.24	25.05	27.52
投资性房地产	11.92	14.76	14.54	14.42
固定资产	51.37	48.76	46.73	46.12
在建工程	30.58	33.88	34.87	36.69
<b>非流动资产</b>	<b>182.39</b>	<b>183.98</b>	<b>211.13</b>	<b>215.55</b>

注：1、其他应收款包含应收利息和应收股利；2、根据新金融工具准则，2021 年将可供出售金融资产科目转入其他权益工具投资和其他非流动金融资产科目。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着债券和长期借款的到期以及新增发行短期债券，2021 年末，公司流动负债占短期债务比重增至 83.78%。当期末，公司流动负债规模为 175.42 亿元，同比增长 40.51%，主要包括应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债。应付账款主要是管网款和工程款，2021 年末为 12.10 亿元。其他应付款主要由应付往来款项和财政未授权资金构成，其中财政未授权资金 40.16 亿元，主要为政府拨付给公司的投资款，后续将根据实际授权情况转至资本公积，无需公司偿还和支付利息。截至 2021 年末，公司一年内到期的非流动负债 42.95 亿元，较上年末大幅增长，主要系“19 创控 01”、“19 昆山创业 MTN001”和“19 昆山创业 MTN002”将于 2022 年集中到期，当期末一年内到期的应付债券 35.64 亿元，其中“19 创控 01”已于 2022 年 5 月完成本息兑付。2021 年末，公司其他流动负债较上年末增加 20.64 亿元至 22.45 亿元，

主要系 2021 年公司新增发行“21 昆山创业 SCP001”和“21 昆山创业 SCP002”，合计 20.00 亿元，两期债券已于 2022 年 4 月到期兑付。截至 2022 年 3 月末，公司流动负债较 2021 年末增长 6.41%，主要系新增发行“22 昆山创业 SCP001”和“22 昆山创业 SCP002”，发行规模合计 11.00 亿元。

非流动负债方面，2021 年末公司非流动负债规模为 33.96 亿元，同比下滑 53.92%，主要系长期借款和债券到期转入一年内到期的非流动负债规模较大所致，当期末非流动负债主要由长期借款和递延收益构成。随着长期借款的到期偿付，2021 年末长期借款同比减少 29.04%至 13.44 亿元。由于当年末公司存续债券均转入一年内到期的非流动负债，应付债券期末余额为 0。递延收益主要为水务和基建等项目收到的政府补助，随着项目的推进有所增长。截至 2022 年 3 月末，公司非流动负债 43.71 亿元，较 2021 年末增长 28.71%，主要系新增长期借款和 ABS 债券。

**表 14：近年来公司主要负债情况（亿元、%）**

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	4.85	1.95	1.93	4.69
应付账款	7.57	11.70	12.10	11.40
其他应付款	88.75	80.34	82.11	84.14
一年内到期的非流动负债	11.00	1.55	42.95	40.36
其他流动负债	1.82	1.81	22.45	33.45
<b>流动负债</b>	<b>139.22</b>	<b>124.85</b>	<b>175.42</b>	<b>186.67</b>
长期借款	18.01	18.94	13.44	18.63
应付债券	34.94	34.96	0.00	5.75
长期应付款	11.91	0.50	0.01	0.01
递延收益	15.02	17.72	18.19	17.70
<b>非流动负债</b>	<b>81.58</b>	<b>73.69</b>	<b>33.96</b>	<b>43.71</b>
<b>资产负债率</b>	<b>57.21</b>	<b>54.21</b>	<b>54.87</b>	<b>57.53</b>
<b>总资本化比率</b>	<b>32.14</b>	<b>29.57</b>	<b>33.45</b>	<b>39.09</b>
短期债务	25.28	16.54	73.13	84.73
<b>总债务</b>	<b>78.23</b>	<b>70.43</b>	<b>86.57</b>	<b>109.11</b>

注：其他应付款包含应付利息和应付股利

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

有息债务方面，公司债务规模增长较快，截至 2022 年 3 月末，公司总债务增至 109.11 亿元。债务期限结构方面，随着长期借款和债券的到期以及公司新增发行短期融资券，公司短期债务/总债务由

2020年末的23.48%增至77.66%，债务结构有待改善。

债务到期分布方面，2022年4~12月公司到期债务为73.59亿元，公司面临较大的短期偿债压力，中诚信国际将持续关注公司的债务偿还情况。

**表 15：公司债务到期分布情况（亿元）**

到期年份	2022.4~12	2023	2024	2025年及以后
到期金额	73.59	8.15	6.35	17.17

注：不包含应付票据规模。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 燃气及水务业务稳步发展，公司经营活动现金流呈净流入状态；受债务集中到期影响，货币资金对短期债务保障能力较弱

受益于燃气及水务业务稳步发展，业务回款情况良好，公司经营活动现金流持续呈净流入状态。公司投资活动净现金流持续为负，2021年，公司对外投资和融资租赁等业务继续扩张，投资活动净现金流缺口扩大。同时，公司通过银行借款和债券发行等筹资规模较大，筹资活动净现金流转为净流入状态。

偿债指标方面，跟踪期内，公司债务规模增长较快，但EBITDA对债务覆盖能力相对稳定；受公司债务的集中到期影响，短期债务规模快速增长，货币资金不足以覆盖短期债务。EBITDA和经营活动净现金流对利息保障能力尚可，但受经营活动净现金流净流入下降影响，经营活动净现金流利息覆盖倍数指标有所弱化。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	31.80	16.08	11.68	-0.75
投资活动净现金流	-22.78	-7.47	-28.47	-9.38
筹资活动净现金流	-3.69	-11.58	14.82	23.24
EBITDA	11.33	11.23	13.47	2.68
经营活动净现金流利息覆盖倍数	9.68	5.61	3.93	-0.87
总债务/EBITDA	6.91	6.27	6.43	10.16*
EBITDA利息倍数	3.45	3.92	4.53	3.12
货币资金/短期债务	2.47	3.59	0.79	0.84

注：带\*号为年化数据

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 受限资产规模较小，较充足的外部授信和畅通的融资渠道对公司偿债能力提供支持

银行授信方面，截至2022年3月末，公司获得银行授信总额113.76亿元，剩余授信额度为75.74亿元，备用流动性较为充足。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司受限资产总额为22.53亿元，占当期总资产的5.63%，其中因作为保证金而受限的货币资金0.01亿元，因担保公司存出保证金而受限的其他流动资产0.92亿元和因借款质押的长期应收款21.60亿元。此外，子公司自来水公司以自来水水费收费权质押借款余额1.40亿元。

或有负债方面，截至2022年3月末，除经营性对外担保外，公司对外担保金额为1.85亿元，占当期净资产的1.09%，被担保对象为昆山市水务集团有限公司，期限为2019年3月至2028年12月。

未决诉讼方面，截至2021年末，公司主要未决诉讼如下：1) 子公司科技小贷因借款合同纠纷的未决诉讼事项共51件，标的金额2.86亿元，已收回0.16亿元，账面贷款余额6.16亿元，已计提贷款减值准备2.60亿元；2) 子公司创业担保因代被担保企业偿还借款的未决诉讼事项22件，标的金额2.65亿元，已收回金额0.84亿元，预计尚可收回金额为0.86亿元，账面应收代偿款1.96亿元，已计提担保赔偿准备1.16亿元；3) 2020年4月，江苏四环生物股份有限公司（以下简称“四环生物”）因虚假陈述被证监会行政处罚及市场禁入，公司及子公司创投公司、昆山市能源建设开发有限公司自虚假陈述实施日至揭露日期间买入四环生物股票，因此作为原告起诉了四环生物和其实际控制人陆克平及一致行动人，诉讼标的金额2.66亿元，目前案件处于一审阶段。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2022年5月16日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，公司在资金支持和政府补助等方面持续得到政府有力支持

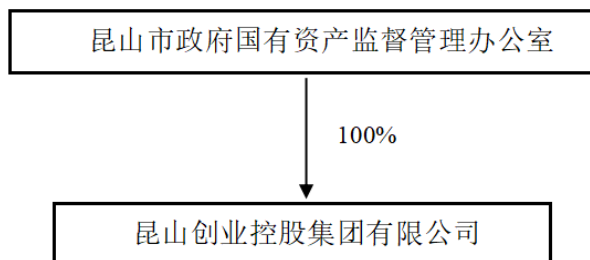
公司每年均能够获得昆山市财政局拨入的一定规模未授权资金，计入其他应付款，并根据实际授权情况转入资本公积，2021年末公司其他应付款中财政未授权资金余额为40.16亿元，较上年末增加5.40亿元。政府补助方面，每年公司均能够收到一定规模的供水、污水处理等各类补助，2021年为0.95亿元，对公司业务运营形成有力支持。

总体来看，作为昆山市重要的国有资产投资与运营主体，公司定位明确，且在财政资金和政府补助等方面得到了政府的有力支持。同时，昆山市较强的区域经济为公司发展提供了良好的外部环境，公司整体抗风险能力很强。

## 评级结论

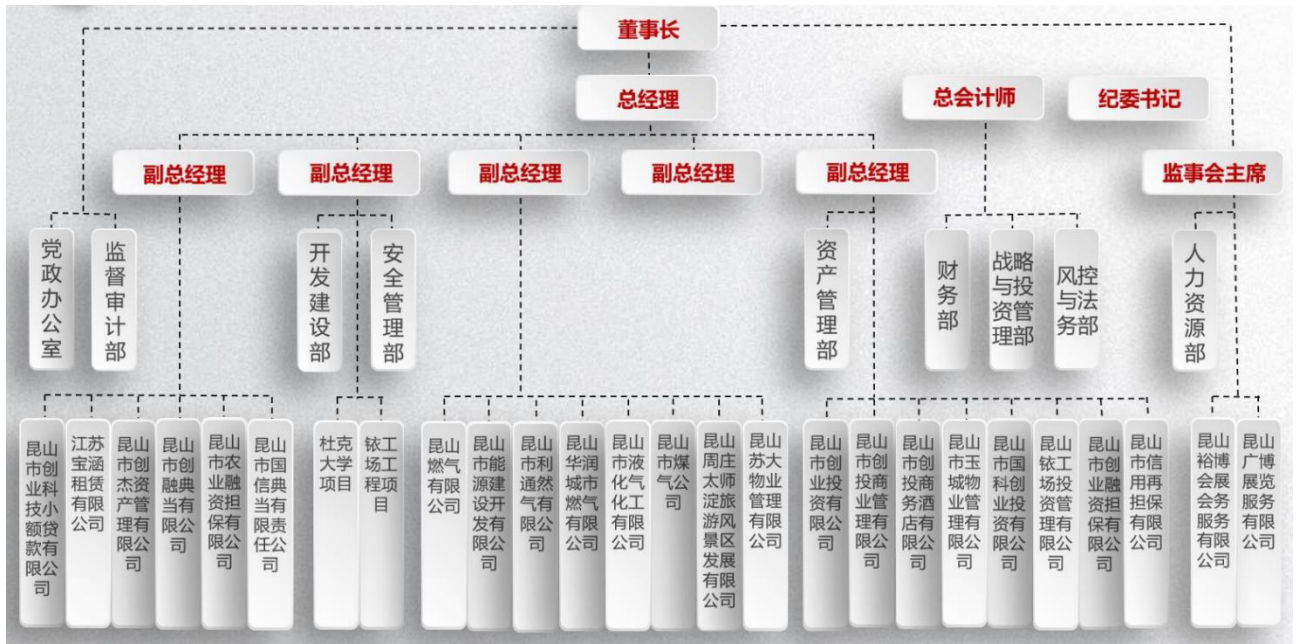
综上所述，中诚信国际维持昆山创业控股集团有限公司的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定；维持“19昆山创业MTN001”和“19昆山创业MTN002”的债项信用等级为AA<sup>+</sup>。

## 附一：昆山创业控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



主要子公司名称	注册资本（万元）	合计持股比例(%)
昆山市自来水集团有限公司（自来水集团）	50,506.35	42.70
昆山市能源建设开发有限公司（能源公司）	58,968.57	100.00
昆山市华润城市燃气有限公司（华润燃气）	14,800.00	50.10
昆山市创业投资有限公司（创投公司）	34,072.25	100.00
昆山市阳澄湖科技园有限公司(阳澄湖科技园)	98,388.82	100.00
昆山利通天然气有限公司（利通公司）	10,000.00	51.00
昆山燃气有限公司（燃气公司）	20,000.00	100.00
昆山市信用再担保有限公司（信用再担保）	20,000.00	50.00
昆山市创业科技小额贷款有限公司（科技小贷）	40,000.00	50.00
昆山市创业融资担保有限公司（创业担保）	100,000.00	100.00
昆山市国科创业投资有限公司（国科）	72,500.00	100.00
昆山市创杰资产管理服务有限公司（创杰资产）	50.00	100.00
江苏宝涵租赁有限公司（宝涵租赁）	35,000.00	100.00
昆山市农村产权交易中心有限公司（产权中心）	500.00	95.00
昆山招商集团有限公司	13,000.00	100.00
昆山市农业融资担保有限公司（农业担保）	30,000.00	93.33
昆山市玉城物业管理有限公司（玉城物业）	739.85	82.325
昆山市创融典当有限公司	5,000.00	100.00
昆山铨工场投资管理有限公司（铨工场投资）	40,000.00	100.00





资料来源：公司提供

## 附二：昆山创业控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	623,894.21	594,314.21	578,334.74	708,642.08
应收账款	46,054.38	43,641.46	17,256.44	20,540.86
其他应收款	268,543.38	245,612.82	297,716.65	296,614.08
存货	1,035,134.48	825,990.11	732,459.46	740,248.70
长期投资	468,299.89	461,569.80	621,344.46	636,425.64
在建工程	305,834.78	338,786.78	348,718.21	366,865.21
无形资产	54,386.61	48,581.72	60,785.61	59,163.77
总资产	3,859,816.39	3,662,559.30	3,815,836.11	4,004,313.69
其他应付款	887,453.56	803,411.50	821,115.48	841,374.88
短期债务	252,795.50	165,356.63	731,263.93	847,348.43
长期债务	529,500.15	538,939.56	134,423.89	243,792.92
总债务	782,295.65	704,296.20	865,687.83	1,091,141.35
总负债	2,208,046.14	1,985,336.23	2,093,816.23	2,303,767.92
费用化利息支出	32,859.14	28,654.04	29,721.16	8,596.09
资本化利息支出	0.00	0.00	5.78	0.00
实收资本	158,651.14	158,651.14	178,551.14	178,551.14
少数股东权益	125,064.57	118,988.20	136,220.87	132,820.02
所有者权益合计	1,651,770.25	1,677,223.07	1,722,019.88	1,700,545.76
营业总收入	345,812.81	336,593.99	517,992.55	101,026.94
经营性业务利润	22,790.12	22,455.20	60,167.69	2,035.66
投资收益	18,971.11	28,633.32	11,092.35	4,322.85
净利润	23,594.70	24,121.98	40,400.49	3,662.80
EBIT	64,256.67	63,936.45	86,042.42	14,586.52
EBITDA	113,285.77	112,348.82	134,708.14	26,849.22
销售商品、提供劳务收到的现金	437,121.21	391,631.38	556,561.25	124,503.60
收到其他与经营活动有关的现金	278,634.49	144,778.17	99,792.28	48,091.63
购买商品、接受劳务支付的现金	279,415.13	235,948.46	404,570.96	116,660.24
支付其他与经营活动有关的现金	42,191.77	55,614.08	41,903.85	21,049.74
吸收投资收到的现金	7,450.00	24,900.00	7,949.00	0.00
资本支出	66,455.64	84,451.92	145,277.63	29,375.11
经营活动产生现金净流量	318,047.05	160,782.73	116,811.93	-7,451.98
投资活动产生现金净流量	-227,783.67	-74,676.46	-284,698.50	-93,798.75
筹资活动产生现金净流量	-36,909.19	-115,751.67	148,174.87	232,366.41
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	32.59	31.52	39.38	22.79
期间费用率(%)	28.24	28.35	23.37	21.14
应收类款项/总资产(%)	13.63	13.97	14.82	14.79
收现比(X)	1.26	1.16	1.07	1.23
总资产收益率(%)	1.68	1.70	2.30	1.49*
资产负债率(%)	57.21	54.21	54.87	57.53
总资本化比率(%)	32.14	29.57	33.45	39.09
短期债务/总债务(%)	32.31	23.48	84.47	77.66
FFO/总债务(X)	0.12	0.11	0.14	-0.03
FFO 利息倍数(X)	2.95	2.59	4.06	-0.87
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	9.68	5.61	3.93	-0.87
总债务/EBITDA(X)	6.91	6.27	6.43	10.16*
EBITDA/短期债务(X)	0.45	0.68	0.18	0.13*
货币资金/短期债务(X)	2.47	3.59	0.79	0.84
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	3.45	3.92	4.53	3.12

注：1、2022年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款和其他流动负债科目的有息债务调整至短期债务；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。